

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**PROTEÇÃO AO ACIONISTA MINORITÁRIO NO
BRASIL: UMA ANÁLISE DESCRITIVA DOS ANOS
2001-2010**

Rômulo Dias de Araújo
DRE nº 102008649

ORIENTADOR: Prof. Luiz Alberto Mattos

DEZEMBRO 2011

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**PROTEÇÃO AO AÇIONISTA MINORITÁRIO NO
BRASIL: UMA ANÁLISE DESCRITIVA DOS ANOS
2001-2010**

Rômulo Dias de Araújo
DRE nº 102008649

ORIENTADOR: Prof. Luiz Alberto Mattos

DEZEMBRO 2011

AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer:

Primeiramente a meus pais, Sr. Clécio Gomes de Araújo e Sra. Celia Dias de Carvalho Araújo, pelo carinho e apoio durante toda minha vida;

À Beatriz Tosé Agathão, companheira fiel, pelo apoio e força nos momentos mais difíceis deste trabalho;

A todos os professores envolvidos: Fernando J. Cardim de Carvalho, Jennifer Hermann e Luiz Alberto Mattos.

RESUMO

ARAÚJO, R. D. **Proteção ao Acionista Minoritário no Brasil, Uma Análise Descritiva dos Anos: 2001-2010**. Rio de Janeiro, 2011, 48 f. Monografia (Graduação), Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de Economia.

Um mercado de ações desenvolvido favorece o crescimento econômico, ao permitir que empresas busquem financiamento de longo prazo via emissão de ações. Uma das principais características de um mercado acionário desenvolvido é o seu nível de proteção ao acionista minoritário, pois este é um participante fundamental deste mercado. O Brasil experimentou, na última década, uma fase de expansão extraordinária em seu mercado de capitais, notadamente no mercado de ações, com registros recordes de emissões primárias. Através da análise desta expansão, este trabalho estuda as medidas de proteção ao acionista minoritário introduzidas no período e sua importância para a fase de expansão citada. Observou-se, então, o papel fundamental da criação do Novo Mercado para o crescimento das emissões primárias e novas aberturas de capital no Brasil, ao incentivar a crescente participação dos acionistas minoritários, inclusive estrangeiros.

Palavras-chave:

- 1) Mercado Acionário
- 2) Governança Corporativa
- 3) Novo Mercado

ÍNDICE

INTRODUÇÃO.....	7
CAPÍTULO 1 – MERCADO DE CAPITAIS E REGULAÇÃO.....	9
1.1 – Introdução.....	9
1.2 – Sistemas Financeiros e Crescimento Econômico.....	9
1.3 – Mercado de Crédito e Mercado de Capitais.....	10
1.3.1 – Intermediação e Desintermediação Financeiras.....	10
1.3.2 – Mercados Privados e Mercados Públicos e a Questão da Informação.....	11
1.3.3 – Contratos Padronizados e Contratos Idiossincráticos.....	12
1.3.4 – O Mecanismo de “Saída” e o Mecanismo de “Voz”.....	13
1.4 – A Hipótese dos Mercados Eficientes e Críticas.....	13
1.5 – Monitoramento Privado e Regulação dos Mercados.....	15
1.6 – Governança Corporativa.....	17
1.7 – O Papel da Regulação.....	17
1.8 – Conclusão.....	19
CAPÍTULO 2 – ANÁLISE DO PERÍODO DE EXPANSÃO DO MAB – 2001-2010.....	20
2.1 – Introdução.....	20
2.2 – Análise do Período 2001-2010.....	20
2.3 – A Política Macroeconômica e o Cenário Internacional.....	23
2.4 – O Avanço Regulatório.....	26
2.4.1 – A Abertura Financeira.....	27
2.4.2 – A Proteção ao Minoritário.....	28
2.4.3 – A Reforma da Lei 6.404/76.....	29
2.5 – Conclusão.....	31
CAPÍTULO 3 – AUTO-REGULAÇÃO NO BRASIL – O NOVO MERCADO.....	33
3.1 – Introdução.....	33
3.2 – O Ambiente Regulatório.....	33
3.3 – Os Segmentos de Governança Corporativa – Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2.....	34
3.3.1 – Regras e Características de Cada Segmento.....	34
3.3.2 – Evolução Histórica.....	36
3.4 – A Precificação das Práticas de Governança Corporativa.....	40
3.5 – A Participação do Investidor Estrangeiro.....	41
3.6 – Conclusão.....	41
CONCLUSÃO.....	43
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	46

LISTA DE TABELAS

Tabela II.1 – Emissões Primárias Registradas.....	20
Tabela II.2 – Investimento Estrangeiro.....	24

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico II.1 – Evolução das Ofertas Iniciais de Ações - 2001-2010.....	22
Gráfico II.2 – Evolução da Taxa Selic – 2001 -2010.....	25
Gráfico II.3 – Crescimento do PIB.....	26
Gráfico III.1 – Listagens por Segmento e Volume Captado em IPO's.....	39
Gráfico III.2 – Capitalização de Mercado e Volume Negociado.....	39

LISTA DE FIGURAS

Figura III.1 – Evolução IGC e Ibovespa – 2001-2010.....	41
--	-----------

INTRODUÇÃO

O mercado acionário brasileiro (MAB) apresentou grande crescimento na década passada, notado principalmente pelo significativo aumento de emissões primárias de ações, que representam uma alternativa de financiamento para empresas.

Neste sentido, observa-se atualmente o MAB cumprindo um papel de destaque, pelo menos frente a sua média histórica, onde cada vez mais recursos são levantados através de ofertas primárias e secundárias de ações. Em 2010, foram captados R\$ 152,18 bilhões, número 117% maior que o volume captado em 2007 (recorde anterior).

Ao passo que o MAB procura se destacar no papel de financiador de projetos e fomentador de investimento de longo prazo, diversas questões sobre o seu desenvolvimento são levantadas, tais como: proteção ao acionista minoritário, governança corporativa, liquidez, facilidade de acesso, diminuição da carga tributária, o papel do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) etc.

Diversos autores defendem que proteção ao investidor favorece o desenvolvimento do mercado financeiro. Rafael La Porta afirma que os investidores pagam um preço mais alto pelas ações quando estão protegidos da expropriação, tornando mais atrativo para os empresários emitir ações. Lima e Terra defendem a importância da proteção aos acionistas minoritários, uma vez que “[...] o efetivo desenvolvimento do mercado de capitais e os financiamentos de novos projetos das empresas deveriam, em tese, ter no acionista minoritário uma alternativa acessível de captação de recursos”.

Estudos mostram que países com maiores níveis de proteção aos acionistas possuem um mercado acionário mais desenvolvido, com maior número de empresas listadas per capita, e uma maior taxa de abertura de capital.

A partir da análise do período de expansão do MAB, este trabalho tem como objetivo estudar os avanços regulatórios conquistados, com destaque para as medidas de proteção aos acionistas minoritários, determinando sua contribuição para a expansão citada.

O Capítulo 1 aborda a relação entre sistemas financeiros e crescimento econômico, apresenta os principais canais de transferências de recursos e aponta a importância do

arcabouço regulatório. O Capítulo 2 estuda a expansão do MAB entre 2001 e 2010, analisando seus fatores determinantes. O Capítulo 3 apresenta os avanços da auto-regulação no Brasil, com destaque para a criação do Novo Mercado.

Capítulo 1 – Mercado de Capitais e Regulação

1.1. Introdução

Neste capítulo, abordaremos como sistemas financeiros, através das relações financeiras, contribuem para o crescimento econômico. Serão descritos os principais canais de transferência de recursos, destacando as características que diferenciam os mercados de crédito e de capitais.

Em seguida, serão analisados os dois principais mecanismos de proteção ao investidor. Surge, então, o papel da regulação financeira, onde poderemos ver sua importância para o monitoramento contínuo sobre contratos que envolvem títulos negociados em mercados secundários organizados.

1.2 – Sistemas Financeiros e Crescimento Econômico

O investimento é essencial para que economias possam se desenvolver, a partir da destinação de parte do produto criado à acumulação de meios de produção, permitindo o aumento da capacidade produtiva.

Em economias modernas de mercado, ao contrário de economias primitivas, o investimento não resulta da decisão de poupar parte do produto gerado, e sim da decisão de compra de bens de capital que, por definição, necessita de disponibilidade de recursos. O investidor, então, pode possuir tais recursos previamente ou, mais usualmente, pode recorrer ao sistema financeiro para obtê-los.

Sistemas financeiros constituem-se de instituições e mercados voltados para a viabilização de transações com *promessas de pagamento* a ser realizado no futuro, feitas por agentes, que se tornam assim *devedores*; e *aceitas* por outros agentes, como direitos a serem exercidos na mesma data, tornando-os com isto *credores* dos primeiros. Sistemas financeiros mais sofisticados permitirão também a negociação de títulos de propriedade, em que se transacionam *expectativas de pagamento*, solidarizando-se todas as partes como *co-*

proprietárias de um dado empreendimento. Aqui são comprados e vendidos, portanto, direitos de propriedade, chamados de *ações* de uma empresa (Carvalho et al, 2001).

Ao passo que são instituídas relações financeiras entre agentes superavitários e deficitários, estes últimos passam a ter a capacidade de implementar planos de gasto que anteriormente eram inviáveis e permite-se uma alocação de recursos muito mais eficiente, o que alavanca o desenvolvimento econômico. Porém, tal atividade traz consigo riscos anteriormente inexistentes, devido a variáveis como taxas de juros, prazos, expectativas de fluxo de caixa etc.

A capacidade de manter os riscos dessa atividade dentro de intervalos aceitáveis e a eficiência de um sistema financeiro em promover e apoiar o desenvolvimento econômico dependem, em grande parte, da forma pelo qual ele é organizado.

1.3 – Mercado de Crédito e Mercado de Capitais

A principal distinção entre o mercado de crédito e o mercado de capitais – ou mercado de títulos – está no canal pelo qual os recursos são disponibilizados. Além desta, estes mercados se diferenciam pela possibilidade de negociação em mercados secundários, nível de disponibilidade de informação, formas de monitoramento etc.

1.3.1 – Intermediação e Desintermediação Financeiras

De acordo com Carvalho (et al, 2001): “Relações financeiras intermediadas são aquelas em que uma instituição financeira interpõe suas próprias obrigações no processo de canalização de recursos do prestador último ao tomador último”. Por exemplo, a partir de depósitos à vista feitos por seus clientes, os bancos comerciais ofertam crédito.

A desintermediação financeira se baseia na colocação direta de papéis no mercado. Nesta modalidade, o papel da instituição financeira – geralmente bancos de investimentos e corretoras de valores - se limita à colocação e/ou subscrição dos papéis. Aqui, estão incluídas as emissões primárias de títulos de propriedade (ações) e de dívida (notas promissórias e debêntures).

Os dois grupos de modalidades de financiamento apresentam algumas diferenças importantes no que diz respeito ao tipo de risco assumido pelas instituições financeiras envolvidas. No processo de intermediação financeira, a instituição bancária assume o risco de crédito, ou seja, de não pagamento. Já no caso das operações de securitização, a instituição financeira que atuar como subscritora está submetida ao risco de mercado, ou seja, ao risco de perda de capital, caso o preço dos títulos caiam relativamente ao valor pelo qual foram obtidos, ou mesmo ao risco de liquidez, caso não consiga encontrar tomadores para esses papéis. Esses são riscos, no entanto, assumidos de forma temporária. Evidentemente, ao atuar exclusivamente como organizadoras e colocadoras, ou “corretoras”, essas instituições não se submetem a nenhum desses riscos, e, nesse caso, os riscos estão sendo socializados integralmente entre os tomadores finais (Sarno, 2006).

Desse modo, enquanto a colocação de títulos em mercado promove uma dispersão horizontal do risco entre um grande número de investidores, a concessão de crédito pelas instituições bancárias está associada a um modelo de distribuição vertical e intertemporal do risco que se dá no âmbito do balanço dessas instituições (Sarcinelli, 1996).

Ao socializar o risco de crédito entre os emprestadores, a colocação de papéis apresenta clara vantagem para o tomador de recursos, ao reduzir o custo de captação de recursos quando comparado ao mercado de crédito. Em contrapartida, o emprestador pode contar com mercados secundários organizados, onde são negociados estes papéis. Tais mercados, quando líquidos, contribuem para esta modalidade de investimento, pois reduzem o risco do investidor manter em carteira títulos que não deseja mais deter.

1.3.2 – Mercados Privados e Mercados Públicos e a Questão da Informação

A principal diferenciação entre mercados públicos e privados está no nível de transparência informacional dos tomadores de recursos.

Os mercados privados se caracterizam por um baixo nível informacional dos agentes deficitários. Os bancos, através do crédito bancário, se destacam neste tipo de operação, pois possuem vantagens pelo seu investimento em obtenção e avaliação de informações fundamentais ao processo de oferta de crédito. Estas informações não são disponibilizadas nem negociadas, o que caracteriza a atividade de crédito bancário como mercado privado.

Nos mercados públicos, os termos dos contratos são acessíveis a qualquer potencial participante e neles são negociados as ações e títulos de dívida. Assim, para o funcionamento adequado desses mercados, é necessária a atuação de um conjunto de agentes e instituições, que buscam trazer maior transparência, através da elaboração, divulgação, interpretação e fiscalização do maior número possível de informações sobre os emissores de títulos. Conseqüentemente, maior transparência implica necessidade de maior sofisticação e complexidade do sistema financeiro, e também maior custo para investidores.

1.3.3 – Contratos Padronizados e Contratos Idiossincráticos

Como definido por Sarno (2006), o crédito bancário resulta do estabelecimento de um acordo particular privado entre o banco e o seu devedor, onde as condições e compromissos constantes do contrato de empréstimo (custo, prazo, cláusulas restritivas, garantias) são desenhados caso a caso, de acordo com as necessidades de financiamento do tomador e as necessidades de segurança do financiador, frente à avaliação de crédito que possui. Estes são, em geral, contratos complexos e estruturados que podem ser desenhados em conformidade com cada tomador. São também chamados de contratos idiossincráticos ou contratos feitos sob medida, como denominam Herring & Chaturspitak (2000). Por este motivo, são transacionados em mercado de balcão e possuem liquidez bastante reduzida.

Títulos de dívida e de propriedade possuem maior padronização e estabelecem relação entre a empresa emissora e diversos investidores anônimos.

No caso das ações, os acionistas possuem com a empresa um contrato em aberto sem proteções específicas, como observa Williamson (1984). Regras gerais acerca dos direitos e deveres dos acionistas são previstos, e a distribuição de dividendos depende da ocorrência de lucro.

Observam-se, então, diferenças claras no tocante a garantias. Enquanto no mercado de crédito o banco, beneficiado por informações minuciosas sobre seus clientes, estabelece em contrato garantias que julga necessárias para a concessão do crédito, no mercado de títulos as garantias têm papel secundário, pela maior transparência e padronização de contratos, existência de mercados secundários que permitem saída. No caso das ações, o risco é compartilhado entre empresa e acionistas, que, portanto, simplesmente não possuem garantias.

1.3.4 – O Mecanismo de “Saída” e o Mecanismo de “Voz”

Os contratos, de uma forma geral, sofrem o risco das partes não cumprirem o que foi acordado. Os contratos financeiros, em relação aos contratos não financeiros, reúnem grande número de características que elevam o risco mencionado, como assinala Llewellyn (1999).

Dentre tais características, destacam-se custos para verificar a qualidade dos contratos, subjetividade de avaliações que procuram valorar um contrato e possíveis níveis distintos de informação entre as partes (assimetria de informação).

Para reduzir o risco de não cumprimento do contrato, instituições financeiras e/ou detentores de títulos utilizam-se de diferentes mecanismos, dependendo do tipo de contrato financeiro. Nesse sentido, Zysman (1983) ressalta os dois mecanismos usualmente destacados como fundamentais: o mecanismo de “saída” e o mecanismo de “voz”.

No mercado de títulos, o mecanismo de “saída” é representado pelos mercados secundários organizados, que permitem que o detentor se desfça de títulos que não mais deseja manter em carteira, cumprindo um papel de proteção ao investidor no caso de não cumprimento de contrato. É importante destacar a necessidade de liquidez dos mercados em questão, para que o detentor não perca valor e velocidade quando decidir pela venda do título.

Já o mecanismo de “voz” refere-se à tentativa do consumidor de mudar a prática, a política ou os produtos da firma cujos produtos ele consome. Em comparação ao mecanismo de “saída”, o mecanismo de “voz” tende a ter um espectro mais amplo de sinalizações possíveis a serem dadas pelo consumidor, tende a ser mais pessoal e caracteriza-se como um mecanismo corretivo direto (Sarno, 2006).

O mecanismo de voz é mais observado no mercado de crédito, quando os intermediários financeiros monitoram as atividades e opinam sobre os negócios da empresa credora, principalmente quando se trata de empréstimos de longo prazo.

1.4 – A Hipótese dos Mercados Eficientes e Críticas

Com o desenvolvimento das finanças comportamentais, ao longo dos anos 80 e 90, ganhou força a hipótese de que os investidores podem agir de maneira não racional, impactando consistentemente o comportamento dos mercados secundários, o que, por sua vez, contrasta com a Hipótese dos Mercados Eficientes (HME), que postula que os mercados podem ser considerados eficientes quando refletem todas as informações disponíveis (notícias, balanços contábeis, fundamentos micro e macroeconômicos, comportamento histórico dos preços dos títulos), impossibilitando ganhos anormais¹.

Os defensores da HME argumentam que possíveis investidores que agem de forma irracional não ameaçam a hipótese, pois os negócios gerados por eles são aleatórios. Mesmo se tais negócios fossem correlacionados, a atuação dos arbitradores neutralizaria a influência sobre os preços.

Assim, o mercado funcionaria de forma adequada e o mecanismo de “saída” representaria a forma de proteção dos investidores. Conseqüentemente, a regulação não teria papel relevante a cumprir.

Porém, diversos estudos mostram que o comportamento irracional dos agentes reflete significativamente nos preços dos títulos, além de perdurar por tempo suficientemente longo a ponto de expor princípios fundamentais da HME.

Além disso, diversos outros aspectos assumidos pela HME são criticados e questionados, como a eficiência e aplicabilidade das operações de arbitragem, a simetria de informações, a ausência de incertezas, dentre outros.

Todos estes argumentos dificultam a sustentação da HME, pois as informações relevantes não seriam fielmente refletidas nos preços dos títulos, o que impede que o mecanismo de “saída” seja suficiente para a proteção dos investidores.

Neste cenário, defende-se o monitoramento contínuo como forma de disciplinar os

¹ Esta definição corresponde à versão semi-forte da HME, a mais veiculada da teoria. Em sua versão fraca, a HME afirma que os preços correntes refletem completamente as informações contidas nas séries históricas dos preços. Em sua versão forte, a HME afirma que toda a informação sobre as companhias que seja do conhecimento de qualquer participante do mercado se refletirá completamente nos preços.

mercados secundários e reduzir suas incertezas. Como visto anteriormente, este monitoramento representa o mecanismo de “voz”.

1.5 – Monitoramento Privado e Regulação dos Mercados

De acordo com Stiglitz (1988), os processos de seleção/classificação de risco de crédito e o monitoramento exercido pelas instituições bancárias seriam respostas ao problema de assimetria de informações.

Jensen and Meckling (1976), assim como Stiglitz, associam o monitoramento como resposta aos problemas de assimetria no âmbito das relações acionistas/administradores, e definem os custos de agência como se compondo de três elementos: os custos de monitoramento, os custos de prover garantias (*bonding costs*²) e a perda nos resultados da empresa que decorrem do esforço insuficiente promovido pelo administrador.

Stiglitz ressalta que, no caso de ações, a atividade de acompanhamento e verificação do cumprimento do contrato é ainda mais complexa, pois os pagamentos oriundos dos títulos de capital dependem dos lucros auferidos pela empresa, e estes, por sua vez, podem ser manipulados. Outro agravante é a posição de poder do acionista controlador frente aos acionistas minoritários. Os acionistas que detêm parcela expressiva do capital são capazes, em princípio, de eleger membros do conselho de diretores que representarão seus interesses. Se tiverem a maioria dos conselheiros, podem demitir ou contratar o administrador, impedir a ratificação de decisões que julguem desfavoráveis, etc. No caso dos acionistas controladores da empresa, há especial interesse nos benefícios atribuídos ao direito de controle, dentre eles o poder que exerce de monitoramento sobre os administradores das empresas. No entanto, tal poder pode ser exercício em defesa de interesses pessoais.

Dessa forma, a concentração do capital em grandes acionistas permite o exercício do monitoramento sobre o administrador, mas trazem duas dificuldades adicionais: a

² Compreendem pagamentos necessários para suportar os esquemas de incentivo para alinhamento de interesses do agente, tais como participação nos resultados e opções de compra de ações (*stock-options*).

possibilidade de conluio com o administrador, em detrimento do acionista minoritário, e a redução da liquidez no mercado secundário (Becht et all, 2002).

O monitoramento a ser exercido por parte dos agentes privados, no caso os acionistas, sobre a empresa emissora pode consistir: 1) no monitoramento ativo e contínuo pelos detentores de grandes blocos de ações (na figura de investidores pessoa física possuidores de grandes riquezas, instituições financeiras, investidores institucionais etc); 2) na eleição, delegação e concentração do controle no Conselho de Administração (Board of Directors) que atuariam enquanto representantes dos interesses dos acionistas, e a quem o CEO³ deverá prestar contas; 3) em caso de situações extremas, na concentração do direito de voto por procuração (*proxy voting constests*) ou nas operações de aquisições hostis (*hostile takeover*), deslanchadas por *raiders* da empresa, ambos constituindo-se como mecanismos rápidos e temporários de concentração de voto ou de propriedade, de maneira a resolver situações de crise, substituir administradores ineficientes ou tomar decisões estratégicas (Sarno, 2006).

O problema, então, consiste em exercer o monitoramento efetivo sobre a empresa de modo a controlar o poder discricionário do controlador e, ao mesmo tempo, garantir a proteção dos direitos do acionista minoritário, já que este tem grande dificuldade de exercer tal monitoramento.

Uma alternativa à estrutura concentrada de capital é a estrutura pulverizada, onde o capital está dividido entre diversos pequenos investidores. Mas esta forma também apresenta problemas, pois neste modelo o minoritário não tem incentivo a fiscalizar o administrador, seja por conta dos altos custos, ou por sua falta de especialização.

Diante do exposto acima, observa-se a importância do extenso e sofisticado aparato institucional que abrange o mercado de capitais, constituído basicamente por analistas, auditores independentes, advogados e bancos de investimentos. São chamados por alguns

³ CEO é a sigla da expressão inglesa *Chief Executive Officer* e corresponde ao mais alto cargo executivo da companhia.

autores de “intermediários” e possuem as funções de reduzir o custo de informação e o custo de monitoramento.

Entretanto, por conta de diversos problemas, notadamente potenciais conflitos de interesse, a atuação destes agentes está cercada de vulnerabilidades e não configura atividade de regulação.

1.6 – Governança Corporativa

Pode-se definir governança corporativa como: “o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessada, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital” (Cartilha da CVM, 2002).

Trata-se, também, de mais um mecanismo de “voz”, por envolver um universo amplo de agentes e definir configurações de poder no interior da empresa.

Ao longo das duas últimas décadas, nota-se o fortalecimento de tais práticas, tanto nacional quanto internacionalmente. Becht et al (2002) atribuem o aumento da importância dos tópicos relacionados à governança corporativa ao longo dos últimos 20 anos a fatores como: a onda de privatizações, a reforma dos fundos de previdência e o crescimento da poupança privada, a onda de *takeover* ocorrida nos anos 80, a desregulamentação e a integração dos mercados de capitais, a crise asiática ocorrida em 1997/98, que chamou a atenção para as questões de governança corporativa no âmbito dos mercados emergentes. Podem-se acrescentar também os escândalos contábeis nos EUA, em 2001.

1.7 – O Papel da Regulação

Diante da grande dificuldade de monitoramento por parte do acionista, em especial o minoritário, ou por seu representante, o Conselho de Administração, e também de altos custos

de transação, pode ser atribuído ao Governo um papel importante no mercado de capitais, no sentido de regulamentá-lo, além de fiscalizar as empresas que o constituem.

Llewelyn (1999) descreve a regulação como o estabelecimento de regras específicas de comportamento e monitoração correspondendo ao acompanhamento do cumprimento das regras.

Nesse sentido, Sarno (2006) destaca como medidas de Governo a serem postas em prática com objetivo de proteger o investidor e monitorar as companhias emissoras:

“I - formação de órgão regulador especializado que:

1) desenvolva regras de atuação e comportamento para os agentes atuantes nesse mercado, e que, em especial, estabeleça:

a) exigências mínimas de disponibilização de informações que permitam aos agentes obter as informações relevantes de forma padronizada, objetivando reduzir as assimetrias;

b) instrumentos que permitam coibir a prática do uso de informação privilegiada;

c) padrões de atuação e comportamento, quanto à integridade e a honestidade das firmas e de seus empregados, e quanto à competência das instituições ou agentes que ofereçam serviços financeiros, objetivando estabelecer padrões mínimos de atuação e comportamento e reduzindo, assim, os problemas de seleção adversa;

2) realize um monitoramento sobre as empresas e demais agentes atuantes nesse mercado e exerça um poder de *enforcement* derivado de seu poder de agência reguladora;

II) formulação de leis:

a) que protejam os acionistas minoritários contra os acionistas controladores;

b) que protejam os acionistas contra fraude;

c) que determinem uma padronização dos procedimentos contábeis”.

Destacam-se, também, a redução da duplicação de custos ocorrida na atividade de monitoramento realizada por parte do investidor e as vantagens de economias de escala

associadas à expertise acumulada e ao desenvolvimento de sistemas próprios de monitoração como vantagens importantes associadas à atuação do órgão regulador (Llewellyn, 1999).

1.8 – Conclusão

Vimos que as relações financeiras, através dos mercados de crédito e de títulos, desempenham papel fundamental no crescimento econômico, ao permitir que agentes deficitários possam pôr em prática seus planos de investimento.

Em seguida, vimos que mercados de crédito se caracterizam pela intermediação financeira, através de contratos idiossincráticos, e baixo grau de informação por parte do tomador de recursos. Neste contexto, os bancos comerciais têm papel de destaque e a principal ferramenta de proteção disponível é o monitoramento, ou mecanismo de “voz”.

Já no mercado de títulos as transações financeiras são realizadas de forma desintermediada e em mercados públicos. São contratos com maior grau de padronização, geralmente negociados em mercados secundários líquidos, que protegem o investidor, ao garantir um mecanismo de “saída”.

No mercado acionário, especificamente, os detentores (acionistas) possuem com a empresa um contrato em aberto e nenhum tipo de garantia, pois dividendos serão distribuídos em caso de lucro.

Percebem-se, então, falhas nos mercados secundários, como comportamento irracional dos investidores, assimetria de informações e incertezas, que comprometem o funcionamento do mecanismo de “saída” como instrumento de proteção ao investidor. Além disso, grandes dificuldades de monitoramento por parte dos acionistas, notadamente os minoritários, além de problemas relacionados a estruturas de capital concentradas, fazem emergir a necessidade de regulação por órgãos governamentais, que estabelece normas e leis que protegem o investidor, realizando um monitoramento sobre o mercado.

Capítulo 2 - Análise do Período de Expansão do MAB – 2001 a 2010

2.1. Introdução

O crescimento do mercado de capitais brasileiro entre 2001 e 2010 aproximou o Brasil do grupo de países que utilizam esse mercado como importante fonte de financiamento de longo prazo de suas empresas.

A tabela II.1 evidencia a expansão, ao destacar as emissões primárias de títulos de renda fixa e variável. Podemos ver um crescimento de 316% entre 2001 e 2006, e de 78,8% entre 2006 e 2010 no número total de emissões, o que demonstra um crescimento constante ao longo de toda a década. Destaca-se também o crescimento das emissões primárias de ações, segmento que em 2001 totalizava R\$ 1,3 bilhão e em 2010 fechou o ano com R\$ 145,4 bilhões.

Tabela II.1
Emissões Primárias Registradas (em R\$ milhões)

Ano	Ações	Debêntures	NPs	CRIs	TOTAL
2001	1.353	15.162	5.266	223	22.004
2002	1.050	14.639	3.876	142	19.708
2003	230	5.282	2.128	288	7.928
2004	4.523	9.614	2.241	403	16.781
2005	4.560	41.539	2.632	2.102	50.832
2006	15.836	69.464	5.279	1.071	91.650
2007	35.288	48.073	9.726	1.520	94.607
2008	32.660	40.049	26.008	4.810	103.526
2009	29.995	12.230	9.911	2.278	54.414
2010	145.381	16.235	0	2.279	163.895

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da CVM

Notas:

(1) NPs = Notas Promissórias

(2) CRIs = Certificados de Recebíveis Imobiliários

Diante destes fatos, este capítulo dedica-se a analisar o período de expansão citado, com foco nas emissões primárias de ações, estudando os determinantes para este processo de crescimento.

2.2 – Análise do Período 2001-2010

Durante o período analisado, a grande maioria das emissões foi feita por empresas de grande porte e capital privado, com destaque para os setores de construção civil (que praticamente não possuía empresas de capital aberto antes do período), bancos e empresas ligadas a commodities (mineração, óleo e gás etc.), esses dois últimos setores já tradicionais do mercado acionário brasileiro.

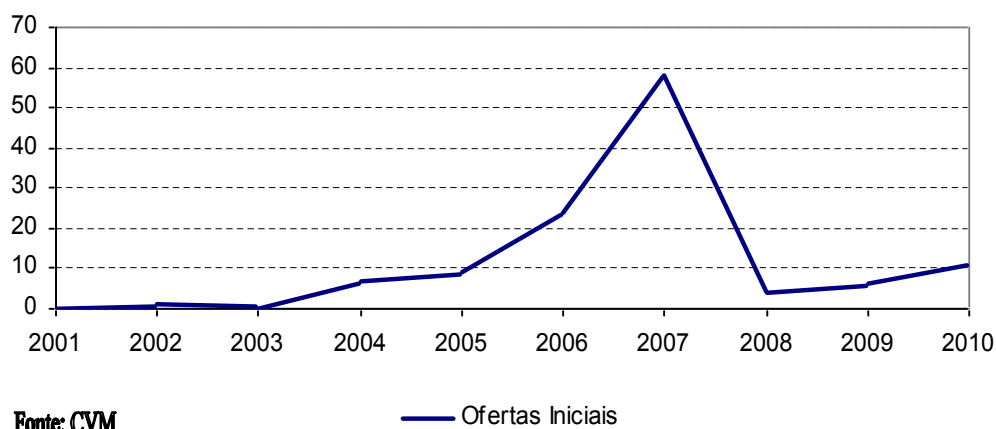
Porém, é importante destacar que diversos setores inauguraram sua presença no mercado de ações durante o período, demonstrando o perfil descentralizador da atual fase de expansão do mercado. São eles: aluguel de carros, tecnologia da informação, concessões de rodovias, produtos de uso pessoal, agricultura, açúcar e álcool, frigoríficos, administração imobiliária, intermediação imobiliária, vestuário, serviços educacionais, serviços médico-hospitalares, bolsa de valores.

Outro dado que mostra o efeito diversificador da expansão estudada é que 24 das 63 empresas que faziam parte da composição do Índice Bovespa (Ibovespa) em dezembro de 2010 abriram capital durante o período analisado. Como as ações integrantes do Ibovespa respondem por cerca de 80% do número de negócios e do volume financeiro apurados no mercado à vista da BM&FBovespa, podemos ver a grande representatividade das recentes ofertas iniciais (IPO, na sigla em inglês).

Durante o período 2004-2010, as ofertas iniciais representaram mais da metade do número e do valor financeiro das emissões, com domínio de estrangeiros na participação das emissões: média de 68% vs. 22% de compradores locais (fundos e clubes de investimentos e pessoas físicas) e peso inexpressivo de fundos de previdência e instituições financeiras.

Abaixo temos o gráfico II.1 que aponta o crescimento do número de ofertas iniciais entre 2001 e 2010. Percebe-se a tendência de alta contínua até o pico em 2007, e o grande impacto da crise internacional de 2008 no nível das ofertas iniciais de ações. Em 2009 e 2010, o mercado voltou a registrar crescimento.

Gráfico II.1
Evolução das Ofertas Iniciais de Ações - 2001-2010



A demanda por títulos no mercado de capitais é altamente sensível ao ambiente macroeconômico, pois neste mercado o risco recai quase integralmente sobre o poupador final, já que os bancos de investimento são meros intermediários das operações realizadas e os investidores institucionais (fundos de investimento e pensão, por exemplo) não assumem todos os riscos envolvidos, garantindo, em alguns casos, apenas uma taxa mínima previamente definida em contrato.

Desta maneira, num contexto de instabilidade macroeconômica (pressão inflacionária, crescimento econômico errático, entre outros), aumenta-se a dificuldade de fazer prognósticos sobre o desempenho de determinada empresa ou setor, desestimulando a demanda por ativos, principalmente ações. Há também impacto negativo nas decisões de investimento das empresas, diminuindo a oferta de títulos.

Emerge, então, a importância da condução da política macroeconômica, no sentido de preservar o crescimento econômico ao longo dos anos (evitando mudanças abruptas na taxa de crescimento do PIB, na inflação, na taxa de câmbio etc.), o que reduz a incerteza. O crescimento econômico sustentado auxilia a expansão do mercado de capitais ao aumentar a demanda por ativos, devido à maior geração de renda, e também à maior capacidade das empresas honrarem seus compromissos e gerarem receita, o que impacta positivamente o pagamento de dividendos.

2.3 – A Política Macroeconômica e o Cenário Internacional

É essencial destacar duas mudanças estruturais ocorridas no cenário macroeconômico brasileiro antes do período analisado neste trabalho.

A primeira delas é o processo de abertura econômica ao exterior, iniciada em 1990, que, entre outros efeitos, facilitou o acesso do capital externo a aplicações financeiras no Brasil. Esta mudança é de caráter regulatório e será tratada mais à frente.

A segunda mudança diz respeito à estabilização de preços, através do Plano Real, iniciado em 1994. Com a inflação controlada, os agentes econômicos conseguiram expandir o horizonte de cálculo, condição necessária para o investimento em ações. Além disso, o mercado de ações não possuía mecanismos de defesa à desvalorização da moeda, existentes em diversos ativos de renda fixa.

No entanto, no período citado acima, não houve uma expansão consistente do mercado de ações. É aqui que se destaca o papel das taxas de juros no comportamento do mercado acionário, pois nos anos seguintes à adoção do Plano Real, a política monetária de juros altos estagnou o crescimento econômico e direcionou a poupança financeira para os títulos públicos. A Selic real média entre 1995-1998 foi de 25% a.a., e de 11% a.a. entre 1999-2005, as maiores do mundo no período.

Vemos, então, dois efeitos nocivos da taxa de juros elevada sobre o mercado acionário: i) limitar o crescimento econômico e; ii) tornar as aplicações em títulos públicos mais atrativas, pois tem-se um alto retorno a um risco baixo, principalmente quando comparado ao risco do investimento em ações.

Portanto, temos nas altas taxas de juros praticadas no período 1995-2004 um dos principais entraves ao desenvolvimento do mercado acionário brasileiro.

No front externo, o final dos anos 90 ficou marcado pelas crises internacionais da Ásia, em 1997, e da Rússia, em 1998, que culminaram na crise cambial brasileira, em 1999. Tais acontecimentos tiveram peso expressivo para a estagnação do mercado acionário no período.

A partir de 2004, o cenário externo bastante favorável, com um conjunto de: i) baixas taxas de juros internacionais; ii) elevada liquidez; e iii) preço das commodities em alta, beneficiou fortemente a economia brasileira e, por conseguinte, a expansão do nosso mercado de capitais, com destaque para o mercado acionário.

Os fatores citados aumentaram a demanda externa, o que impulsionou as nossas exportações e contribuiu para o nosso crescimento econômico. A elevada liquidez externa, somada à recente liberalização financeira no Brasil a às elevadas taxas de juros praticadas no Brasil, acarretou em fortes fluxos de capital externo. Registrou-se, então, um significativo aumento da participação do investidor estrangeiro no nosso mercado acionário, tanto no segmento secundário quanto no primário, auxiliado pela contínua apreciação cambial do período.

Tabela II.2
Investimento Estrangeiro (US\$ Bilhões)

Ano	Valor da Carteira	Ações
2001	15,50	13,71
2002	10,40	7,77
2003	20,12	17,46
2004	29,07	26,19
2005	53,44	48,62
2006	101,60	82,99
2007	214,11	165,71
2008	123,09	71,35
2009	304,37	205,16
2010	380,71	254,19

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da CVM

Notas:

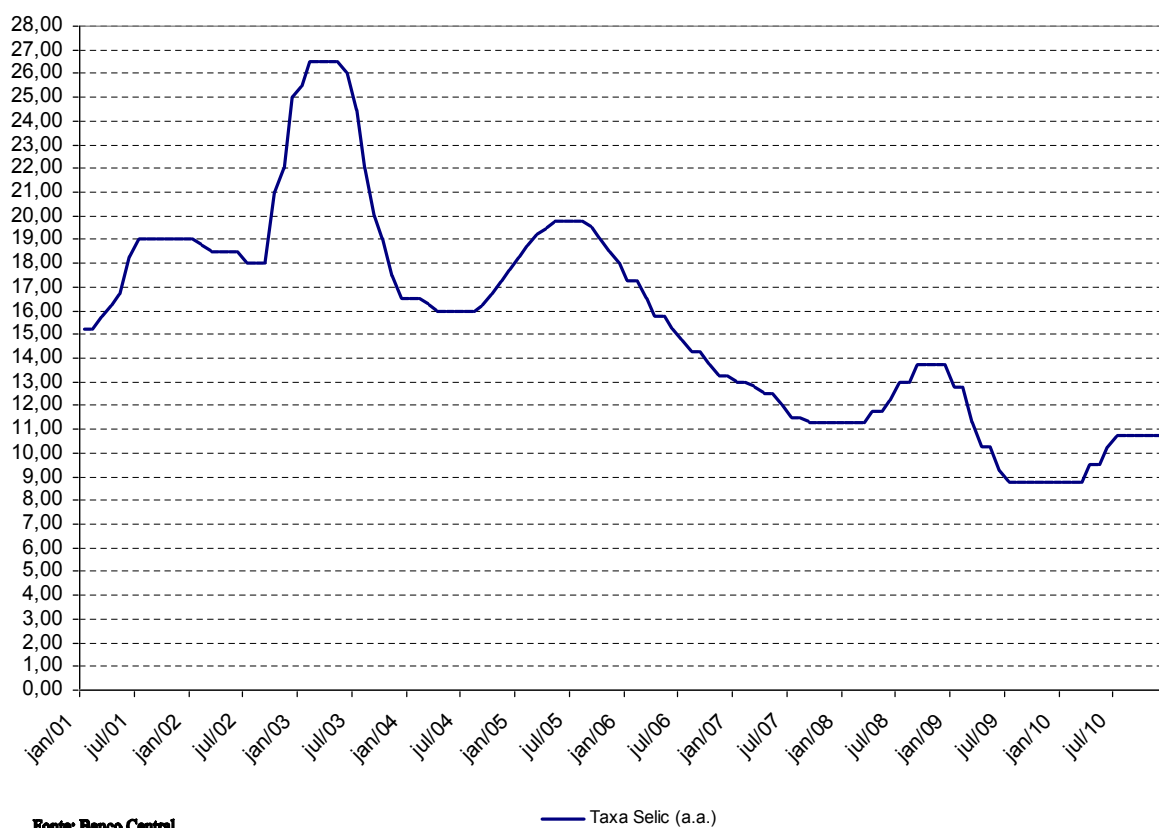
(1) Valor da Carteira compreende as posições em ações, renda fixa, derivativos e debêntures.

Ainda do lado do cenário internacional, a contínua redução do risco-país, o crescente acúmulo de reservas internacionais e a elevação do Brasil ao nível de grau de investimento pelas agências classificadoras de risco contribuíram decisivamente para o processo de expansão verificado.

A partir de uma trajetória de redução das taxas de juros domésticas, do fim de 2005 até o início de 2008, foi possível observar a retomada do crescimento econômico (que registrou média de 4,6% entre 2004-2008, ante 1,9% entre 1999-2003) e, conseqüentemente, uma

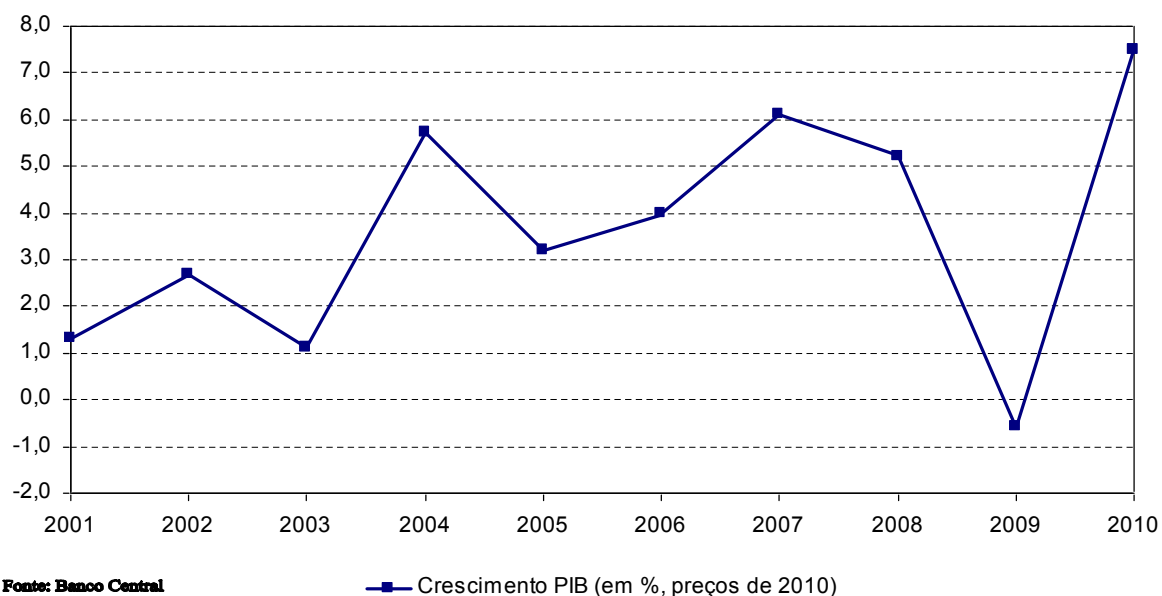
expansão mais consistente do mercado de ações. O ano de 2006 ilustra bem esse movimento, ao registrar um crescimento de 248% nas ofertas primárias de ações sobre a média de 2004 e 2005. Em 2007, quando a taxa de juros seguiu em queda até o mês de outubro, registrou-se um crescimento de 123% nas ofertas primárias de ações em relação ao nível recorde de 2006. A valorização do Ibovespa também foi significativa no período (33% em 2006 e 44% em 2007).

Gráfico II.2
Evolução da Taxa Selic (a.a.) - 2001-2010



O crescimento econômico favorece o mercado de ações do lado da oferta, pela busca de recursos por parte das empresas (a fim de financiarem suas atividades produtivas), e do lado da demanda, devido às maiores perspectivas de lucros (o que impacta positivamente a distribuição de dividendos).

Gráfico II.3
Crescimento do PIB (em %, preços de 2010)



Apesar da tendência declinante das taxas de juros, seu patamar ainda elevado desestimulava a emissão de títulos de dívidas por parte das empresas, o que estimulou as emissões de ações, do lado da oferta. Na tabela II.1, pode-se observar que, no final da década, as emissões de debêntures mantiveram o mesmo patamar do início da década, enquanto as ações registraram um expressivo salto de R\$1,3 bilhões em 2001 para R\$145,4 bilhões em 2010.

2.4 – O Avanço Regulatório

Além das condições macroeconômicas e internacionais, o avanço regulatório observado no período foi muito abrangente, com revisão de antigas legislações, abertura do mercado ao investidor estrangeiro e auto-regulação como os grandes destaques.

As medidas tomadas pelos órgãos reguladores, notadamente a CVM, e pelo próprio mercado, construíram bases sólidas para a expansão do mercado acionário e permitiram o expressivo aumento de participação de investidores estrangeiros no nosso mercado, tanto no segmento primário quanto no secundário.

2.4.1 – A Abertura Financeira

Na década de 1990, a economia brasileira passou por um processo de abertura financeira, que flexibilizou as movimentações de capitais entre o país e o exterior. Foram reduzidas as barreiras ao investimento estrangeiro em portfólio no mercado brasileiro (ações e renda fixa) e os residentes passaram a ter acesso ao financiamento externo através de emissão de títulos de dívida e ações no mercado internacional.

Dentre as diversas modalidades de investimentos criadas para permitir o acesso estrangeiro, o segmento mais aberto ao investimento estrangeiro foi o mercado acionário, através do Anexo IV à Resolução nº 1289/87, criado em 1991.

Em 2000, durante a gestão Armínio Fraga Neto à frente do BACEN, foram realizadas algumas mudanças e complementos, que tornaram o mercado brasileiro totalmente aberto ao investimento estrangeiro. O mercado de renda fixa foi o mais afetado, com os investidores passando a aplicar livremente através do mercado de câmbio comercial, e tendo que se cadastrar junto à CVM, como os investidores em ações. A tributação em renda fixa também passou a respeitar as mesmas regras dos investidores residentes. Para os investidores em ações, foi permitida a entrada direta de pessoas físicas.

Pode-se afirmar, então, que o processo de liberalização dos movimentos de capitais, iniciado no governo Collor, foi finalizado. A partir de 2000, os investidores estrangeiros passaram a ter acesso às mesmas aplicações financeiras disponíveis a investidores residentes.

Como esperado, houve um expressivo aumento do investimento estrangeiro no mercado acionário brasileiro, tanto por conta de um movimento de diversificação de portfólio quanto pelo caráter ainda embrionário do mercado doméstico, o que implicava em níveis de preços interessantes quando comparados aos mercados desenvolvidos e até mesmo aos demais mercados emergentes. O processo de privatizações também contribuiu para atrair investimentos externos.

A maior parte deste novo fluxo de capitais, entretanto, concentrou-se no mercado secundário de ações, não ajudando no financiamento de novos projetos ou novas aberturas de capital. Ademais, na segunda metade da década de 1990, este fluxo foi perdendo força, por

conta, principalmente, das crises em outros mercados emergentes (Ásia e Rússia), que impactou negativamente a demanda externa por ações desses mercados.

As aberturas de capital com o objetivo de emitir ações no mercado primário foram realizadas, principalmente, por empresas familiares de médio porte que abriram capital com objetivo de colocar ADRs⁴ no exterior e por empresas estatais passíveis de privatização (Souza, 1998).

Desta maneira, pode-se afirmar que o processo de abertura financeira não estimulou o desenvolvimento do mercado primário de ações, movimento que foi observado com clareza na década seguinte, quando foram lançados os segmentos diferenciados de governança corporativa, com destaque para o Novo Mercado (NM).

2.4.2 – A Proteção ao Minoritário

Assimetrias de informação e problemas de agência são problemas frequentemente verificados no âmbito do mercado de ações. Ambos ocorrem devido à separação entre a propriedade (ou controle) da corporação e sua gestão (administração). Diante de uma decisão difícil, o gestor pode tomar uma decisão que desagrade os acionistas da empresa, ou pode, ainda, esconder ou manipular informações contábeis. Esses são alguns exemplos dos problemas acima citados.

Jensen e Meckling (1976) analisam a relação entre acionista (principal) e gestor (agente), caracterizando-a como um caso clássico de problema de agência, quando o gestor, que deve sempre procurar seguir os interesses dos acionistas, passa a atuar em seu próprio interesse.

Este tipo de relação (acionista-gestor) é típico em países desenvolvidos, onde a base acionária das empresas é pulverizada entre diversos investidores. Já nos países em desenvolvimento, Brasil incluído, prevalece a centralização do controle acionário e, conseqüentemente, a figura do controlador aparece. Neste caso, o problema de agência ocorre

⁴ ADR = American Depositary Receipt é um certificado que representa a ação de uma companhia sediada fora dos EUA.

entre acionista minoritário (principal) e acionista controlador (agente).

De uma maneira geral, os problemas de agência acarretam em custos adicionais para os acionistas, os chamados custos de agência⁵.

Em decorrência dos problemas do tipo agente-principal, as práticas conhecidas como governança corporativa, que incluem um monitoramento mais forte e eficaz dos acionistas e demais partes interessadas (empregados, credores, entre outros) sobre a companhia, ganharam força, a partir da década de 1990.

Lima e Terra (2004) classificam a importância da proteção aos acionistas minoritários como “[...] uma questão central para a governança corporativa, uma vez que o efetivo desenvolvimento do mercado de capitais e os financiamentos de novos projetos das empresas deveriam, em tese, ter no acionista minoritário uma alternativa acessível de captação de recursos”.

No Brasil, a regulação sobre o mercado de capitais, com objetivo de atender tanto aos problemas de agência quanto às informações assimétricas, evoluiu consideravelmente na última década, com destaque para a reforma da Lei das S.A, em 2001, e o progressivo direcionamento do mercado de ações para a auto-regulação, através da criação e desenvolvimento dos segmentos de governança corporativa na BM&FBovespa, este último analisado no capítulo seguinte.

2.4.3 – A Reforma da Lei 6.404/76

A reforma da Lei das Sociedades por Ações começou como um projeto grandioso que procurava reajustar a legislação brasileira às necessidades reais de um mercado de capitais moderno e que, de fato, funcionasse como uma fonte de financiamento para as empresas (Carvalho, 2002).

Dentre os principais avanços conquistados pela Lei 10.303/2001 no campo da proteção aos minoritários, podem ser citados:

⁵ Detalhados na seção 1.4.2.

I) A possibilidade de disputas acionistas-companhia ou controlador-minoritários serem resolvidas por meio de câmaras de arbitragem;

II) A obrigatoriedade do controlador adquirir as ações ordinárias dos acionistas minoritários por uma margem mínima de 80% do valor pago aos controladores, no caso de transferência de controle (*tag along*);

III) Determinação para que as ações preferenciais (sem direito a voto) tenham vantagem sobre as ações ordinárias, sob três formas possíveis: a) dividendos mínimos de 3% do valor patrimonial; b) dividendos 10% maiores que os pagos para as ações ordinárias; e c) prêmio na troca de controle;

IV) Maior participação dos acionistas ordinários minoritários e preferencialistas no Conselho de Administração das companhias;

V) Reforço no papel independente da Comissão de Valores Mobiliários, esperando-se que a autarquia possa atuar de forma mais enfática na coibição de práticas como a utilização de informações privilegiadas e manipulação nas Bolsas de Valores, chamadas de *insider trading*.

A reforma, porém, não resolveu alguns problemas históricos relacionados à proteção ao acionista minoritário no país, como a questão das ações preferenciais. A nova lei reduziu de 2/3 para 1/2 o limite de emissão desse tipo de ação, mas apenas para novas aberturas de capital. Desta maneira, as empresas de capital aberto permaneceram com a possibilidade de emitir até 2/3 do capital em ações preferenciais, que distancia o acionista das decisões da companhia.

Ademais, o benefício dos detentores das ações preferenciais receberem dividendos no mínimo 10% superior aos pagos pelas ações ordinárias já era previsto na Lei 6.404/76, sendo eliminado, juntamente com outros direitos, na Lei 9.457/1997⁶. Portanto, neste ponto a nova lei não representou um avanço.

Outro ponto polêmico é a garantia de *tag along* de 80% para as ações ordinárias nos casos de troca de controle da companhia, pois antes da Lei 9.457/97, a Lei 6.404/76 previa *tag*

along de 100% nestes casos. Logo, neste ponto a reforma nem ao menos devolveu ao minoritário um antigo direito.

Desta maneira, pode-se afirmar que a reforma da Lei das S.A., em 2001, não mudou o panorama brasileiro no tocante à proteção ao acionista minoritário, mas teve, ao menos, a importância de restaurar direitos que lhe foram retirados durante o processo de privatizações, além de adicionar outros menores, como a câmara de arbitragem e maior participação no Conselho de Administração.

2.5 - Conclusão

Vimos neste capítulo a grande expansão do mercado de capitais brasileiro, notadamente do mercado acionário, ao longo da década passada.

Diversos dados mostraram a consistência da expansão, tanto quantitativa quanto qualitativamente, ao passo que diversos setores inauguraram presença no mercado acionário e cerca de um terço das empresas “recém-abertas” faziam parte do principal índice da Bolsa de Valores brasileira no final da década.

Destacam-se três fatores que, em conjunto, favoreceram a expansão citada: a) o mercado internacional; b) o ambiente macroeconômico doméstico; c) condições institucionais do mercado doméstico.

No mercado internacional, foi notória a forte expansão da liquidez internacional, o próprio crescimento do mercado acionário em diversos outros países e a “promoção” do Brasil a grau de investimento em abril de 2008 (pela agência Standard & Poor’s).

No ambiente macroeconômico doméstico, a recuperação das contas externas, a tendência à apreciação cambial, a relativa estabilidade de preços, a política de juros menores que em anos anteriores (embora ainda altos) e, principalmente, o maior crescimento econômico resultante desse conjunto de fatores, impulsionaram o mercado acionário.

⁶ Sancionada em 5 de maio de 1997, a referida lei alterou diversos dispositivos da Lei 6.404/76, retirando diversos direitos dos acionistas minoritários, e foi necessária para viabilizar o processo de privatizações que ocorreu no país.

No ambiente institucional, tivemos o amplo grau de abertura financeira que caracteriza o MAB desde o início dos anos 1990; o avanço na regulamentação voltada para a proteção dos investidores e do mercado como um todo (basicamente a partir de 2000).

Dos três fatores citados, apenas o ambiente institucional pode ser considerado como uma condição estrutural do mercado, na medida em que os avanços no campo da regulação e proteção ao acionista minoritário, bem como a abertura ao investidor estrangeiro, representam características de longo prazo do MAB. O mesmo não pode ser dito das condições macroeconômicas favoráveis, onde se percebe grande influência conjuntural, principalmente no crescimento econômico e na política de juros. Mais conjuntural ainda é o ambiente internacional, onde todas as características citadas, exceto o grau de investimento, dependem de condições sujeitas a flutuações de curto prazo.

Embora comumente argumente-se que as condições conjunturais, principalmente o ambiente internacional, foram o grande impulsionador da expansão do MAB no período, não podemos ignorar o papel fundamental das condições estruturais, notadamente o ambiente institucional, no sentido de conferir à expansão bases mais seguras, que permanecerão presentes no longo prazo.

Podemos dizer que o novo ambiente institucional, apesar de não ter desencadeado o processo de expansão, foi decisivo para a sustentação deste processo, principalmente no crescimento de emissões primárias.

Capítulo 3 – Auto-Regulação no Brasil – O Novo Mercado

3.1 – Introdução

Preocupada com o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, a Bovespa, no final de 1999, buscou respostas para a fragilidade crônica do mercado de capitais, notadamente do mercado acionário, que, até então, nunca tinha cumprido um papel de canalizador de recursos de longo prazo. Um dos principais marcos desta pesquisa foi o trabalho desenvolvido pela consultoria MB Associados, intitulado “Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro”, no qual importantes agentes do mercado (investidores institucionais nacionais e estrangeiros, empresários e agentes reguladores internacionais) puderam dar suas opiniões acerca dos problemas do mercado de capitais brasileiro. Ficou claro que um dos principais problemas era o ambiente regulatório em vigência do país, que não garantia direitos essenciais aos investidores, limitando o desenvolvimento do mercado e aumentando o custo de captação das empresas.

Com a premissa básica de reduzir a percepção de risco por parte dos investidores, influenciando positivamente a valorização e a liquidez das ações, foram criados, no final de 2000, os segmentos especiais de listagem – Novo Mercado (NM), Nível 1 e Nível 2 de governança corporativa.

Neste capítulo, vamos analisar as condições e características do mercado quando da criação desses segmentos, bem como seus efeitos positivos para a expansão do mercado acionário brasileiro no período estudado.

3.2 – O Ambiente Regulatório

Antes da criação do NM, o Brasil apresentava diversas falhas regulatórias na tarefa de oferecer aos investidores e novas empresas interessadas em abrir capital. Entre as principais, pode-se citar: i) predominância de ações preferenciais, com a permissão, de acordo com a lei das sociedades anônimas, de emissão de 2/3 do capital social da companhia neste tipo de ação, o que favorecia estruturas piramidais de controle e permitia que o controle da companhia fosse atingido com percentuais baixos de participação acionária; ii) no fechamento de capital, a oferta pública de aquisição de ações (OPA) não assegurava aos minoritários a venda de suas ações por um preço baseado no valor econômico da empresa, e havia também

a possibilidade de *squeeze out*, quando os minoritários eram excluídos a um preço depreciado; iii) quando havia alteração no controle da companhia, os minoritários não tinham direito a uma oferta pública de aquisição (OPA), conseqüentemente, as ações da empresa depois da troca de controle ficavam extremamente desvalorizadas no mercado secundário (em relação ao preço pago pelo controle), e os minoritários não tinham alternativa ao prejuízo imposto.

Além das características acima citadas, que afetavam diretamente os acionistas minoritários, o mercado como um todo era bastante prejudicado por estes problemas de governança, pois não existiam bases seguras para uma expansão consistente.

As novas regras de listagem apareceram, então, como uma alternativa rápida e eficaz de conferir, ao mercado e aos minoritários, condições básicas de governança corporativa. No NM, as empresas alcançam níveis de governança similares aos praticados na Europa e nos EUA.

3.3 – Os Segmentos de Governança Corporativa – Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2

O Novo Mercado foi criado em dezembro de 2000 como um segmento especial de listagem da Bovespa (atual BM&FBovespa), onde as empresas adotam, voluntariamente, práticas de governança corporativa adicionais às exigidas pela legislação brasileira.

O objetivo maior dessa iniciativa é aumentar a proteção ao acionista minoritário (através de garantias adicionais) e, assim, diminuir o custo de captação das empresas participantes desse segmento, devido à menor percepção de risco por parte dos investidores.

Rafal La Porta (1997) defende que a extensão da proteção legal aos investidores num país é um determinante importante no desenvolvimento do seu mercado financeiro. O autor argumenta que “[...] onde as leis protegem os investidores estrangeiros e se fazem valer, os investidores estão dispostos a financiar as empresas e os mercados financeiros são mais amplos e de maior valor. Em contraste, onde as leis são mais frouxas o desenvolvimento do mercado financeiro é mais limitado”.

3.3.1 – Regras e Características de Cada Segmento

O objetivo maior do Novo Mercado é alcançar uma maior equidade no tratamento a todos os acionistas, pois, diferentemente do mercado norte-americano, onde a estrutura de capital é pulverizada e, então, muitas vezes a administração da companhia é exercida por gestores “externos”, contratados exclusivamente para esta função, o Brasil caracteriza-se por uma estrutura de capital concentrada, onde o bloco de controle exerce a administração da companhia. Logo, os que comandam a empresa são também acionistas e, buscando uma equidade maior entre toda a base acionária, tem-se, então, uma melhor governança corporativa.

Neste sentido, as principais características deste segmento de listagem são: i) melhoria nas informações financeiras prestadas, incluindo nos demonstrativos financeiros trimestrais, as demonstrações financeiras consolidadas e a demonstração dos fluxos de caixa, revisadas por auditores independentes; ii) apresentação de demonstrações financeiras anuais de acordo com padrões internacionais IFRS⁷ ou US GAAP⁸; iii) divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores; iv) divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas que excedam R\$ 200 mil ou 1% do patrimônio líquido da companhia, dentro do período de 1 ano; v) emissão de ações ordinárias exclusivamente; vi) extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da alienação do controle da companhia (tag along); vii) realização de uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado; viii) Conselho de Administração com mínimo de 5 (cinco) membros e mandato unificado de até 2 (dois) anos, permitida a reeleição; ix) no mínimo, 20% (vinte por cento) dos membros deverão ser conselheiros independentes; x) solução, por meio de arbitragem, de conflitos entre acionistas relacionados aos regulamentos de listagem, ao estatuto social da companhia, à lei societária e a outras normas aplicáveis ao mercado de capitais brasileiro; xi) compromisso, por parte da companhia, de manter, no mínimo, 25% de ações em circulação (free float)⁹.

Empresas que estivessem estudando a possibilidade de abertura de capital não teriam maiores dificuldades em adotar as regras do NM, bastando-lhes vontade corporativa. Porém,

⁷ *International Financial Reporting Standards*, correspondem às normas internacionais de contabilidade.

⁸ Princípios contábeis geralmente aceitos nos EUA.

⁹ Percentagem do capital social que encontra-se disponível para negociação em Bolsa.

para as diversas empresas já estabelecidas no mercado de capitais algumas das regras significavam barreiras quase intransponíveis, principalmente a exclusividade de ações ordinárias na composição do capital, pois muitas já possuíam 2/3 do capital representado por ações preferenciais. Com isto, a reação inicial de diversos participantes do mercado (empresas, executivos, controladores e intermediários) foi negativa, tanto pela dificuldade em se adequar às regras do novo segmento quanto pelo receio de pressão por parte dos investidores, com risco de terem sua imagem afetada.

Para facilitar a adaptação gradual das companhias já listadas, foram criados dois segmentos intermediários – Nível 1 e Nível 2 de governança corporativa. O Nível 2 possui regras similares ao NM, com algumas exceções. A principal delas é a possibilidade de emitir ações preferenciais, nos limites da lei societária. Porém, os acionistas detentores das ações preferências, neste segmento, possuem *tag along* mínimo de 80% do preço recebido pelos controladores alienantes. Há também direito de voto em importantes situações, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia.

Já o Nível 1 possui regras mais modestas, com foco maior em transparência. Exige-se divulgação adicional de informações, como demonstrativos financeiros mais completos e informativos mensais de negociação de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores. Há também a manutenção mínima de 25% do *free float*. Destaca-se, aqui, a ausência da câmara de arbitragem para solucionar conflitos entre acionistas. Mesmo com requisitos menores em relação aos outros dois segmentos, o Nível 1 permite que empresas já estabelecidas sinalizem ao mercado a preocupação com a boa governança. Também é importante ressaltar que, desde 2002, qualquer nova listagem, envolvendo distribuição pública de ações, deve ocorrer no mínimo no Nível 1.

3.3.2 – Evolução Histórica

Em junho de 2001 ocorrem as primeiras adesões aos segmentos especiais de listagem, com o ingresso de 15 companhias já listadas no Nível 1 de Governança Corporativa. Em dezembro daquele ano, havia 19 empresas no Nível 1, totalizando 19,1% da capitalização de mercado e 14,3% do volume negociado. Em 2001 não houve nenhum IPO, nem listagens no Nível 2 e Novo Mercado.

Em 2002, no mês de fevereiro, ocorre o primeiro IPO após a criação dos segmentos, e a companhia é listada no Novo Mercado. No final de 2002, havia 2 empresas listadas no NM, 2 no Nível 2 e 24 no Nível 1. No total, tinha-se 23,3% da capitalização de mercado e 23,25% do volume negociado.

Em 2003 novamente não houve IPO no mercado brasileiro, mas algumas empresas já listadas realizaram ofertas de ações bem-sucedidas, devido à melhora no cenário econômico (principalmente de queda de taxas de juros). No final do ano, os segmentos especiais contavam com 36 empresas listadas (2 no NM, 3 no Nível 2 e 31 no Nível 1), representando 35% da capitalização de mercado e 24,5% do volume negociado.

O ano de 2004 registrou números mais expressivos, devido à expansão mais consistente do mercado de capitais, fase que durou até a crise internacional de 2008. Houve 7 aberturas de capital, sendo 5 no Novo Mercado e 2 no Nível 2. Entre companhias já listadas na Bolsa, ocorreram 8 distribuições públicas de ações, sendo 2 delas registradas no NM, uma no Nível 2 e as 5 restantes no Nível 1. O ano encerrou com 7 companhias listadas no NM, 7 no Nível 2 e 33 no Nível 1, representando 39,5% da capitalização de mercado e 33,8% do volume negociado.

Em 2005, a continuidade do bom momento do mercado nacional e internacional foi acompanhada por novas aberturas de capital. Foram 9 no total, sendo 7 registradas no NM e 2 no Nível 2. Houve também 10 ofertas de empresas já listadas, com destaque para 3 companhias que transformaram todo o capital em ações ordinárias e aderiram ao Novo Mercado. Conseqüentemente, essas empresas fizeram suas respectivas ofertas a preços muito superiores ao anteriormente praticado no mercado. O ano encerrou com 19 empresas listadas no Novo Mercado, 10 no Nível 2 e 36 no Nível 1, representando 48,2% da capitalização de mercado e 46% do volume negociado.

Em 2006, percebe-se a fase de consolidação do Novo Mercado e demais segmentos de governança corporativa, com 24 aberturas de capital realizadas, sendo 20 no NM e 4 no Nível 2. As ofertas iniciais somaram volume financeiro de R\$ 15,4 bilhões, muito acima dos R\$ 5,4 bilhões de 2005 e R\$ 4,5 bilhões de 2004. Houve também 5 ofertas subsequentes com listagem no NM. Desta maneira, o ano encerrou com 44 empresas listadas no Novo Mercado, 14 no Nível 2 e 36 no Nível 1, representando 58,2% da capitalização de mercado e 56,3% do volume negociado.

O ano de 2007 representou o ápice do mercado de ações brasileiro, sob diversos aspectos. Dentre os principais, destacam-se: i) volume recorde de negociação; ii) obtenção do grau de investimento pela agência de classificação *Standard & Poors*; iii) recorde de aberturas de capital. Neste sentido, foram 58 ofertas iniciais, com expressivas 43 listagens no Novo Mercado, 7 no Nível 2 e 8 no Nível 1. O volume captado nas aberturas de capital no ano ainda é o atual recorde, em R\$ 55,6 bilhões. Com as 5 ofertas subsequentes realizadas, o ano fechou com 92 empresas listadas no NM, 21 no Nível 2 e 44 no Nível 1. A capitalização de mercado nos três segmentos manteve-se praticamente estável, em 57,1%, e o volume financeiro saltou para 66,3%.

Em 2008, o agravamento da crise financeira internacional gerou forte instabilidade no cenário econômico mundial e foi determinante para a retração da tendência de alta nas emissões de ações no Brasil, por conta da grande retração da liquidez mundial e aumento da incerteza. Foram apenas 4 aberturas de capital, com 3 listagens no Novo Mercado e uma abertura no mercado de balcão¹⁰. Entretanto, não houve impacto negativo na participação de mercado das empresas integrantes dos segmentos de governança corporativa. As 160 empresas que integravam os três segmentos representavam, no final de 2008, 60,4% da capitalização de mercado e 64,5% do volume financeiro.

O ano de 2009 foi de sólida recuperação, tanto da confiança do investidor nos fundamentos macroeconômicos brasileiros quanto dos números referentes às emissões de ações no Brasil. Foram 6 aberturas de capital, com 5 listagens no NM e uma no Nível 2. O volume captado nas ofertas iniciais foi o segundo maior da história, registrando R\$ 23,7 bilhões, e fez com que o país fechasse o ano na terceira colocação no ranking mundial de aberturas de capital. Ao fim de 2009, havia 105 empresas listadas no Novo Mercado, 19 no Nível 2 e 35 no Nível 1, representando 63,2% da capitalização de mercado e 68,7% do volume financeiro negociado.

O ano de 2010 marcou a continuidade da recuperação apresentada em 2009, registrando 11 aberturas de capital, sendo 10 no Novo Mercado e uma no Nível 2. O volume total captado foi inferior ao de 2009, em R\$ 11,2 bilhões, porém mostrou-se mais diversificado, com a maior oferta representando 22,14% do total, contra 55,62% da maior

¹⁰ Ambiente onde valores mobiliários são negociados entre as instituições financeiras sem local físico definido, por meios eletrônicos ou por telefone. São negociados valores mobiliários de empresas que são companhias registradas na CVM, e prestam informações ao mercado, não registradas nas bolsas de valores.

oferta de 2009. Ao fim de 2010, o Novo Mercado contava com 112 empresas, o Nível 2 com 18 e o Nível 1 com 37, representando 66,2% da capitalização de mercado e 75,1% do volume negociado.

Destacam-se, então, três importantes tendências durante o período analisado: i) o predomínio de listagens no Novo Mercado, segmento mais elevado de governança corporativa no Brasil; ii) o aumento expressivo do volume captado em ofertas iniciais, que, apesar da forte retração em 2008 em virtude da crise internacional, voltou a se recuperar em 2009 e 2010; iii) a participação crescente das empresas listadas nos três segmentos, em capitalização de mercado e volume negociado.

Gráfico III.1
Listagens por Segmento e Volume Captado em IPO's

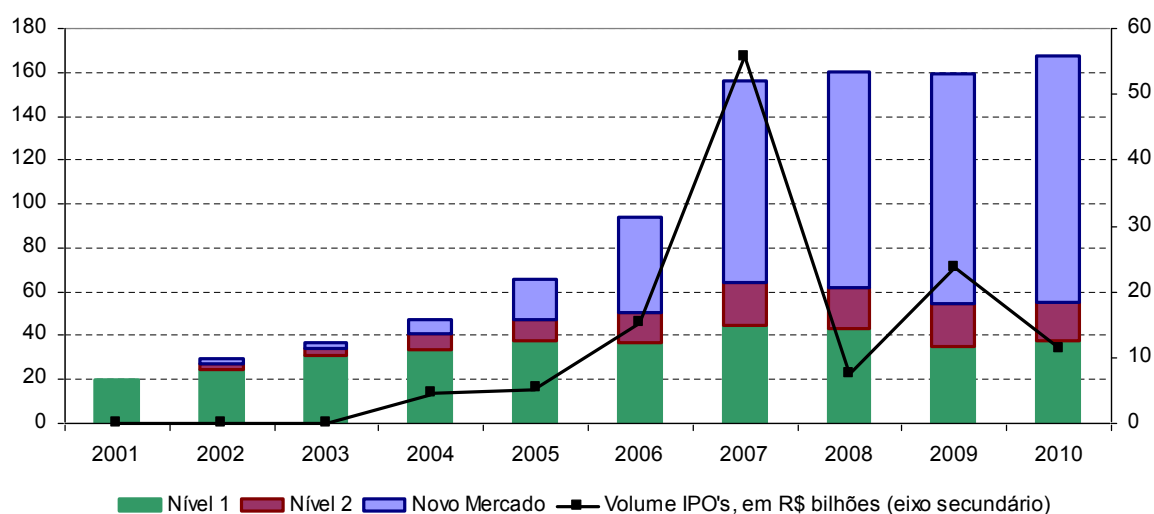
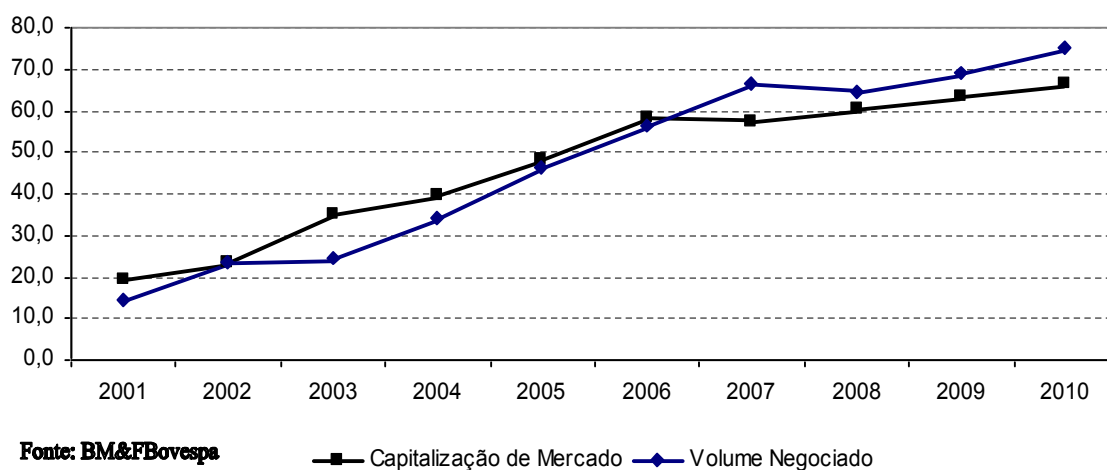


Gráfico III.2
Capitalização de Mercado e Volume Negociado (em %)



3.4 – A Precificação das Práticas de Governança Corporativa

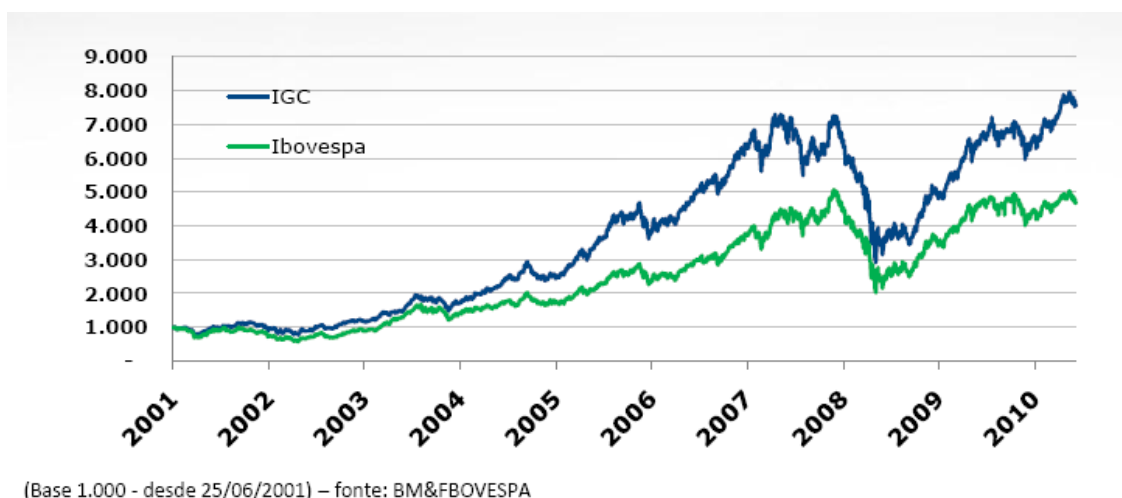
Quando os investidores estão mais protegidos de eventuais problemas de agência, com acesso a informações mais transparentes sobre a companhia, eles pagam um preço mais alto pelas ações, tornando mais atrativo para os empresários emitir ações. Estudos mostram que países com maiores níveis de proteção aos acionistas possuem um mercado acionário mais desenvolvido, com maior número de empresas listadas per capita, e uma maior taxa de aberturas de capital (La Porta, 1999).

Os investidores pagam mais pelas ações das empresas de boas práticas de governança corporativa porque reconhecem que, com uma melhor proteção jurídica, uma maior parte dos lucros da firma retornaria sob a forma de juros ou dividendos, em vez de serem expropriados pelo empresário que controla a empresa. Ao limitar expropriações, aumenta-se o preço de colocação dos títulos no mercado. Por sua vez, isto permite que mais empresários financiem seus investimentos via capital estrangeiro, levando à expansão dos mercados financeiros.

No Brasil, a BM&FBovespa passou a calcular o Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC) em 2001, a partir dos primeiros registros de empresas no Nível 1 de Governança Corporativa. Quando alguma empresa passa a ser listada em um dos três segmentos, a respectiva ação passa a fazer parte do índice, com diferentes pesos para listagens no Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1 ¹¹.

Na figura III.1, pode-se ver a evolução do IGC em relação ao Ibovespa, no período estudado.

¹¹ A carteira do IGC é composta por todas as empresas admitidas à negociação no Novo Mercado e nos Níveis 1 e 2 da BOVESPA. As ações integrantes da carteira do índice são ponderadas pela multiplicação de seu respectivo valor de mercado (considerando as ações disponíveis para negociação) por um fator de governança. Esse fator é igual a 2 para as ações do Novo Mercado; 1,5 para os papéis do Nível 2; e 1 para os títulos do Nível 1. A participação de uma empresa (considerando todos os papéis de sua emissão inclusos na carteira teórica) no IGC não poderá ser superior a 20% quando de sua inclusão ou nas reavaliações periódicas. Caso isso ocorra, serão efetuados ajustes para adequar o peso do papel a esse limite.

Figura III.1 – Evolução IGC e Ibovespa – 2001-2010

3.5 – A Participação do Investidor Estrangeiro

Outro aspecto de destaque na fase de expansão estudada é a grande participação do investidor estrangeiro nas ofertas de ações realizadas (primárias e secundárias). Esse investidor subscreveu, em média, 70% do volume total ofertado, demonstrando uma avaliação positiva sobre as novas regras de governança.

Na prática, o investidor estrangeiro trouxe recursos para o país, para liquidar as compras efetuadas, o que viabilizou a colocação de montantes recordes, que não seriam alcançados apenas com investidores domésticos.

Outra contribuição importante está na precificação dos diversos setores que inauguraram presença na Bolsa e, portanto, não possuíam bases comparáveis no mercado local. Além desta, o acesso ao capital estrangeiro em ambiente doméstico representou significativa redução de custos para as empresas emissoras.

3.6 - Conclusão

Após décadas de estagnação do mercado de capitais brasileiro, com apenas alguns breves momentos de expansão limitada, a BM&FBovespa mobilizou-se para atacar um dos principais entraves ao crescimento do mercado – o fraco ambiente regulatório vigente – e criou, no final de 2000, os segmentos especiais de governança corporativa, com destaque para o Novo Mercado.

Até então, o arcabouço regulatório do mercado de ações permitia uma série de situações desfavoráveis ao investidor minoritário, como estruturas piramidais de controle, maioria das ações sem direito a voto, fechamentos de capital e trocas de controle sem assegurar o mesmo preço ao minoritário, dentre outras.

Tais características não só afastavam o investidor minoritário local como também o investidor estrangeiro, que não tinha segurança em investir no mercado brasileiro, limitando o crescimento do mercado acionário e tornando as captações mais custosas para as empresas.

No Novo Mercado, as companhias adotam regras adicionais de transparência e garantias aos acionistas minoritários às exigidas pela legislação brasileira, equilibrando o direito de todos os acionistas (controladores e investidores).

Com isso, há redução das incertezas por parte dos investidores e aumento da confiança, o que aumenta a demanda por ações. A redução do risco e a atração de investidores estrangeiros ajudam também na precificação das ações, o que incentiva novas aberturas de capital e novas emissões.

Viu-se, então, um crescimento contínuo de novas aberturas de capital, com destaque para listagens no Novo Mercado. Houve também uma clara tendência de alta na participação de mercado e volume negociado das empresas listadas nos segmentos diferenciados ao longo de período estudado.

Desta maneira, podemos afirmar que a criação do Novo Mercado trouxe benefícios para investidores (que passam a possuir maior segurança em investir em ações, por conta de direitos societários adicionais e redução do risco), empresas (por conta da melhor precificação e maior demanda por suas ações, além da melhora na imagem institucional e menor custo de captação) e para o próprio mercado acionário (aumento das emissões primárias e secundárias e aumento do volume transacionado).

CONCLUSÃO

Inicialmente, foi demonstrado o papel fundamental dos sistemas financeiros, através dos mercados de crédito e de títulos, no crescimento econômico, ao permitir a execução de planos de investimentos por parte de agentes deficitários.

O mercado de títulos possui características diferentes do mercado de crédito, com destaque para a existência de mercados secundários, que funcionam como um mecanismo de saída para os investidores insatisfeitos. Tal mecanismo é especialmente importante para os detentores de ações, pois estes não possuem garantias de pagamentos, já que os dividendos dependem da ocorrência de lucro.

Entretanto, comportamento irracional dos investidores, assimetrias de informações e incertezas são características presentes nos mercados secundários e comprometem o funcionamento do mesmo como instrumento de proteção ao investidor. Ademais, estruturas de capital concentradas e dificuldades de monitoramento por parte dos acionistas minoritários trazem a necessidade de um arcabouço regulatório, com objetivo de proteger o investidor, realizando um monitoramento sobre o mercado.

Em seguida, a grande expansão do mercado acionário brasileiro entre 2001 e 2010 foi estudada e foi visto que três fatores, em conjunto, foram determinantes para este movimento:

a) o mercado internacional: forte expansão da liquidez internacional; crescimento dos mercados acionários internacionais; movimento de diversificação de portfólio; grau de investimento anunciado pela agência Standard & Poor's.

b) o ambiente macroeconômico doméstico: controle da inflação; tendência declinante das taxas de juros; recuperação das contas externas; apreciação cambial; maior crescimento econômico.

c) o ambiente institucional: abertura financeira; avanço da regulação, com a Reforma da Lei das S.A., e da auto-regulação, com a criação do Novo Mercado.

Destacou-se, então, o papel estrutural do novo ambiente institucional, que assegurou bases sólidas à expansão do MAB no período, sustentando o processo de crescimento

registrado e que permanecerá presente no longo prazo, enquanto a maior parte dos demais fatores impulsionadores é de caráter conjuntural.

Dentre as características do ambiente institucional, o estudo destacou a criação dos segmentos de governança corporativa, em fins de 2000.

Até aquele momento, o mercado acionário brasileiro carecia de boas práticas de governança e de regras fortes de proteção ao acionista minoritário, o que afastava esse investidor do mercado, além de manter o investidor estrangeiro à margem do mercado, pois este tinha, em seus mercados de origem e em alguns outros mercados emergentes, condições favoráveis nesses aspectos.

O mercado acionário, então, tinha seu crescimento limitado e as empresas pagavam um preço mais alto para captarem recursos.

Como a mudança deste paradigma por meio da legislação mostrou-se sempre lenta no Brasil (inclusive com a frustração na reforma da Lei das S.A., em 2001), o mercado direcionou-se no sentido da auto-regulação e a BM&FBovespa criou o Novo Mercado, o Nível 2 e Nível 1 de Governança Corporativa.

Nestes segmentos, as companhias adotam, voluntariamente, regras e garantias acima das exigidas pela legislação brasileira. O objetivo principal é a redução de incertezas e atração dos investidores, tanto pessoas físicas quanto investidores internacionais.

Observou-se, então, que o crescimento das ofertas primárias estudado se deu, principalmente, com listagens nestes segmentos (principalmente no Novo Mercado), com aumento contínuo também em participação de mercado e volume negociado.

Outro ponto de destaque foi a grande participação do investidor estrangeiro nessas emissões (média de 70%), o que ajudou a elevar o volume médio das operações, além de auxiliar na precificação dos diversos setores que inauguraram presença na Bolsa.

Em suma, a criação do Novo Mercado trouxe benefícios para investidores (que passaram a contar com mais direitos societários, reduzindo risco), empresas (através de maior demanda por ações, melhor precificação, menor custo de captação e melhora na imagem

institucional) e para o próprio mercado de capitais (devido ao aumento vertiginoso nas emissões primárias e secundárias).

Desta maneira, ficou claro o papel de destaque do Novo Mercado em melhorar a proteção aos acionistas minoritários no Brasil, além de contribuir decisivamente para uma cultura de boa governança corporativa, o que impulsionou o crescimento do mercado de capitais no período estudado.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Banco Central do Brasil. Relatório Anual, vários números.

BARROS, J.M. [et al.] *Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro, Estudos para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais*, BOVESPA, 2000.

BECHT, M., BOLTON, P., ROELL, A. *Corporate Governance and Control*, NBER, Working Paper, no 9.371, Cambridge, December, 2002.

BM&FBovespa. Relatório Anual, vários números.

CARVALHO, A. G. de. *Governança Corporativa no Brasil em Perspectiva*. Revista de Administração. São Paulo, v. 37, n. 3, jul/set. 2002.

CARVALHO, FJ C. [et al.] *Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política*, Rio de Janeiro, Campus, 2001.

CARVALHO, FJ C. [et al.] *Perspectivas da Indústria Financeira Brasileira e o Papel dos Bancos Públicos, Subprojeto: Mercado de Títulos Brasileiro, Segundo Relatório*, BNDES, Agosto, 2009.

Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Cartilha de Governança, 2002.

Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Relatório Anual, vários números.

EIZIRIK, N. L. *Reforma das S.A. & do Mercado de Capitais*, Renovar, Rio de Janeiro, 1997.

GORGA, Érica. *A cultura brasileira como fator determinante na governança corporativa e no desenvolvimento do mercado de capitais*. Revista de Administração – USP. São Paulo, v. 39, n. 4, p. 309-326, out./nov./dez. 2004.

JENSEN M. C. e MECKLING W. H. *Theory of the Firm: Managerial Behavior Agency Costs and Ownership Structure*. Journal of Financial Economics, V. 3, No. 4, pp. 305-360, October, 1997.

HERRING, R.J. & CHATUSRIPITAK, N. *The Case of the Missing Market: The Bond Market and Why It Matters for Financial Development*, paper prepared for The Asian Development Bank Institute, Wharton Seminar, Tokyo, May, 2000.

LA PORTA, R. [et al.]. *Investor Protection and Corporate Valuation*. The Journal of Finance, v.57, American Finance Association, 1999.

LA PORTA, R. [et al.]. *Legal Determinants of External Finance*. The Journal of Finance, v.52, American Finance Association, 1997.

LIMA, João B. N.; TERRA, Paulo R. S. *Governança corporativa e reação do mercado de capitais às informações financeiras*. In: XXVIII ENANPAD. Curitiba. Anais... 2004.

LLEWELLYN, D. *The Economic Rationale for Financial Regulation*, Occasional Paper, Financial Services Authority - FSA, April, 1999.

SANTANA, M. H. *Focus 5: Novo Mercado and Its Followers: Case Studies in Corporate Governance Reform in 2008*, The World Bank Group, 2008.

SARCINELLI M. *The Italian Financial System in The Mid 1990s: A Difficult Transition*, Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, Vol. XLIX, no 196, Março, 1996.

SARNO, P. M. *A Criação da CVM e a Regulação do Mercado de Capitais no Brasil – 1976/1986*. Rio de Janeiro: UFRJ, 2006. Doutorado em Economia.

SOUZA, Lucy. A. de. *O mercado de capitais brasileiro no período 1987-97*. Campinas: Unicamp. Instituto de Economia, 1998. Doutorado em Economia.

STIGLITZ, J, e Weiss, A. *Bank as a Social Accountants and Screening Devices For The Allocation of Credit*, Working Paper no 2710, NBER, September, 1988.

STIGLITZ, J. E., Greenwald, B. *Towards a New Paradigm in Monetary Economics*, Cambridge University Press, 2003.

WILLIAMSON O.E. *Corporate Governance*, Yale Law Journal no 93, 1984.

ZONENSCHAIN, C. N. *Estrutura de Capital das Empresas no Brasil*. Revista do BNDES, nº 10, 2002.

ZYSMAN, J. *Governments, Markets and Growth: financial systems and the politics of industrial growth*, Oxford, 1983.